证券研究报告—深度报告

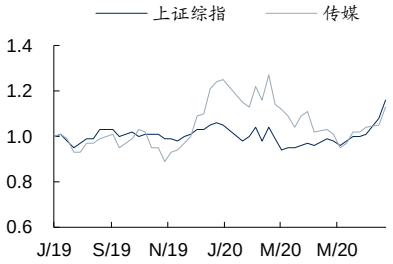
传媒

传媒互联网新股系列研究

超配
（维持评级）

2020 年 07 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《传媒互联网 2020 中期投资策略：景气为锚，产业先导，把握双重底部机会》 ——2020-07-10

《腾讯游戏年度发布会点评：供给推动行业景气上行，持续推荐游戏板块》 ——2020-06-29

《MCN 视角看影视系列之二：新生态下的新机遇》 ——2020-06-19

《字节跳动系列报告之游戏篇：字节跳动强势入局，游戏行业新动能》 ——2020-06-16

《传媒互联网 6 月投资策略：加配游戏，关注营销新生态》 ——2020-06-14

证券分析师：张衡
电话：021-60875160
E-MAIL：zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：夏妍
电话：021-60933162
E-MAIL：xiayan2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

证券分析师：高博文
电话：
E-MAIL：gaobowen@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业专题

泡泡玛特：Z 世代潮玩佼佼者

● 深耕行业十载，潮玩龙头引领行业崛起

泡泡玛特是中国最大且增长最快的潮流玩具公司，引领及推进了潮流玩具文化在中国的大规模商业化。我们认为泡泡玛特是一家兼具消费属性和文化内容属性的 IP 运营公司。1）从行业看，公司在潮玩零售市场的国内市占率排名第一，渗透率较低，且 IP 授权市场发展仍处于早期阶段；2）从产品端看，公司爆款自有 IP “Molly”、独家 IP “PUCKY” 占 19 年营收比重分别为 27.1%和 18.7%，公司对 IP 源头深度把控，部分产品已经具备极强品牌溢价；3）从用户端看，公司把握 Z 世代消费心理，线上线下多年探索，走出盲盒零售商业路径；4）从销售渠道看，公司线下渠道是核心销售来源，同时线上销售排名靠前，并加强会员体系搭建。

● 全产业链布局，深度把控独家自有 IP 和全销售渠道

公司 IP 运营全产业链布局，具体包括 “IP 创作→IP 授权→IP 运营→产品销售→用户运营” 全流程，已建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括 “艺术家发掘-IP 运营-消费者触达-潮流玩具文化的推广”，深耕 IP 运营的每一环节，因而诞生用户喜爱的爆款 IP 产品 “Molly” 有其必然性，公司对自有独家产品有极强的把控度，公司自主开发 IP 占比达 82%，其中自有 IP 和独家 IP 占比 45.3%和 43.2%；在关键销售环节，线上搭建 “葩趣” 平台，线下涉足机器人商店，公司核心渠道零售店、机器人店和线上渠道 19 年收入增速分别高达 197.9%、187.7%和 424%。

● 投资建议：推荐泡泡玛特（未上市），建议关注 A 股相关标的

IP 运营一体化和销售渠道的长期运营能力是公司的核心竞争力。长期来看，公司的 IP 潮玩产品还具有流通、收藏和交易属性，未来产品议价能力更高，尽管公司各渠道处于扩张期，但公司毛利率高达 65%，净利率高达 27%，多年的运营经验使得公司较好的控制成本端。我们看好潮玩市场的长期价值，泡泡玛特在 IP 和产品运营上具备显著竞争优势。

从 A 股相关标的看，围绕 IP 运营的相关公司有望受益行业崛起：“盲盒” 本质是 IP 运营，上游 IP 价值再一次凸显。具备优秀 IP 打造运营能力兼具较强商业化能力公司有望受益，建议关注 A 股奥飞娱乐、金科文化、恒信东方和金运激光等标的。

● 风险提示

对单一 IP 产品的依赖性风险；知识产权保护风险；线下零售店持续增长的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
002292	奥飞娱乐	增持	10.64	144.40	0.11	0.16	96.73	66.50
300459	金科文化	买入	3.66	129.69	0.26	0.30	14.08	12.20
300081	恒信东方	增持	10.08	53.34	0.08	0.13	130.91	77.01
300220	金运激光	暂未评级	38.65	58.44	1.27	2.59	30.43	14.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为泡泡玛特是一家兼具消费属性和文化内容属性的 IP 运营公司。1）从行业端看，公司在潮玩零售市场的国内市占率排名第一，渗透率较低，且 IP 授权市场仍然处于早期阶段；2）从产品端看，公司爆款自有 IP “Molly”、独家 IP “PUCKY”占 19 年营收比重分别为 27.1%和 18.7%，公司对 IP 源头深度把控，部分产品已经具备极强品牌溢价；3）从用户端看，把握 Z 世代消费心理，线上线下多年探索，走出盲盒商业模式路径；4）从销售渠道看，公司线下渠道是核心销售来源，同时线上销售排名靠前，加强会员体系搭建。**长期来看，公司的 IP 潮玩产品还具有流通收藏价值，未来产品议价能力更高，尽管公司各渠道均处于扩张期，但公司毛利率高达 65%，净利率高达 27%，多年的运营经验使得公司较好的控制成本端。我们看好潮玩市场的长期价值，泡泡玛特作为行业龙头有望持续受益。**目前公司已提交港股 IPO 申请书，持续关注上市进程。

从 A 股相关标的看，我们认为围绕 IP 运营的相关公司有望直接受益，“盲盒”本质是 IP 运营，经过时间的检验，上游 IP 的独特价值再一次凸显。具备优秀 IP 打造运营能力兼具较强商业化能力公司有望受益，建议关注 A 股奥飞娱乐、金科文化、恒新东方、中文在线和金运激光等标的。

核心假设或逻辑

行业层面，国内潮玩市场长期来看有望破千亿，19 年行业规模仅 200 亿出头，行业成长性强，虽然当前公司市占率不足 10%，但市占率第一，预计公司有望维持行业龙头地位；产品层面，预计老 IP 产品在用户口碑方面维持稳定，新 IP 创作保持稳定输出；用户层面，预计 Z 世代用户对泡泡玛特潮玩产品保持较高的复购率和较深的情感认同度；销售层面，预计公司在原有线上线下销售渠道基础上，具备不断拓展新渠道的能力。

与市场预期不同之处

市场部分观点将泡泡玛特理解为玩具零售标的，我们认为泡泡玛特是一家 IP 运营公司，且公司的高增长基于过去十年在 IP 内容领域和盲盒销售渠道的长期积淀，其现阶段的爆发式增长遵循 IP 运营的周期发展规律，公司的迅猛发展有其必然性。

股价变化的催化因素

泡泡玛特正式上市；泡泡玛特独家开发用户深度认可的新自有 IP；公司线上渠道进一步突破，开展线上内容电商等卖货模式；泡泡玛特自有 IP 产品具备较强的品牌溢价，开始具备流通、收藏和交易属性。

核心假设或逻辑的主要风险

对单一 IP 产品的依赖性风险；知识产权保护风险；线下零售店持续增长的风险。

内容目录

公司概览：迅猛发展的潮玩第一股 5
公司核心优势及产业链：增长最快，布局完善 5
发展历程：十年历程铸就潮玩第一股 5
股权结构：股权集中，高管深耕行业多年 6
行业：行业高景气，公司市占率第一 8
泛娱乐市场：实物商品是泛娱乐行业中增长最快的细分领域 8
潮玩行业及竞争格局：行业处于早期阶段，公司市占率最高 9
IP 授权和 IP 改编：中国孕育新机，市场稳健增长 10
产品及用户：IP 全产业链运营，用户全渠道维护 11
IP 运营：包括 IP 自主产品开发、第三方和其他 11
IP 创作：IP 来源于艺术家、内部团队和 IP 供应商 13
用户端：线上订制会员计划，推出葩趣社区，线下举办展会 14
销售渠道：线下零售为核心，各渠道增长迅速 15
机器人商店：推出创新无人收银机器人商店以扩大客户范围 16
线上渠道：线上渠道迅猛增长，天猫旗舰店收入在模玩排名第一 16
批发渠道：凭借经销商和南京金鹰泡泡玛特不断拓宽市场 17
财务数据：业绩增长迅猛，盈利能力稳步提升 18
业绩和盈利能力分析 18
成本和费用率分析 18
现金流和周转率 19
投资建议：推荐泡泡玛特和 A 股相关标的 20
泡泡玛特兼具消费属性和文化内容属性，具备长期投资价值 20
奥飞娱乐：基于 IP 运营的全产业链动漫帝国，将迎发展新阶段 21
金科文化：围绕超级 IP“汤姆猫”，进行多维度线上线下深度变现 21
恒信东方:依托儿童产业链和底层技术切入 IP 内容制作 22
金运激光：下游切入上游 IP 衍生品，具备技术、渠道优势 23
风险提示 24
对单一 IP 产品的依赖性风险 24
知识产权保护风险 24
线下零售店持续增长的风险 24
国信证券投资评级 26
分析师承诺 26
风险提示 26
证券投资咨询业务的说明 26

图表目录

图 1：泡泡玛特全产业链平台布局情况 5
图 2：公司股权结构 7
图 3：2015-2024 年泛娱乐行业的市场规模（亿元） 9
图 4：不同数字娱乐的复合年增长率 9
图 5：2015-2024 年全球潮流玩具市场的市场规模（亿美元） 9
图 6：2015-2024 年中国潮流玩具市场的市场规模（亿元） 9
图 7：泡泡玛特的零售额在天猫玩具品牌中排名第一 10
图 8：2019 年中国潮流玩具公司的竞争格局（按零售价值计） 10
图 9：2015-2024 年中国 IP 授权市场的市场规模（亿元） 10
图 10：2015-2024 年中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（亿元） 10
图 11：按照产品划分收入结构占比 11
图 12：公司 IP 产品：自有、独家及非独家 12
图 13：公司潮流玩具产品组合 12
图 14：公司自有 IP 产品“Molly” 13
图 15：公司独家 IP 产品“PUCKY” 13
图 16：公司 IP 产品设计开发流程 14
图 17：公司 IP 开发发掘过程 14
图 18：泡泡玛特会员权益情况 14
图 19：泡泡玛特线上社区葩趣 14
图 20：泡泡玛线下特展会盛况 15
图 21：泡泡玛线下特展会盛况 15
图 22：公司零售店数量（家） 16
图 23：泡泡玛特零售店示意图 16
图 24：公司机器人商店数量（家） 16
图 25：泡泡玛特机器人商店 16
图 26：公司天猫旗舰店 17
图 27：公司微信小程序 17
图 28：2017-2019 年公司营业收入情况（百万） 18
图 29：2017-2019 年公司净利润情况（百万） 18
图 30：2017-2019 年公司毛利率、净利率（%） 18
图 31：2017-2019 年公司营业成本及占总收入比重（百万，%） 19
图 32：2017-2019 年公司营业成本构成拆分（%） 19
图 33：2017-2019 年公司费用（百万） 19
图 34：2017-2019 年公司三费率（%） 19
图 35：2017-2019 年公司经营性净现金流（百万） 20
图 36：2017-2019 年资产与权益回报率（%） 20
图 37：2017-2019 年应收账款及其周转天数（百万，天） 20
图 38：2017-2019 年存货及存货周转天数（百万，天） 20
图 39：2015-2020Q1 奥飞娱乐营收情况（百万） 21
图 40：2015-2020Q1 奥飞娱乐利润情况（百万） 21
图 41：2015-2020Q1 金科文化营收情况（百万） 22
图 42：2015-2020Q1 金科文化利润情况（百万） 22
图 41：2015-2020Q1 恒信东方营收情况（百万） 23
图 42：2015-2020Q1 恒信东方利润情况（百万） 23
图 43：2015-2020Q1 金运激光营收情况（百万） 23
图 44：2015-2020Q1 金运激光利润情况（百万） 23

表 1：泡泡玛特公司发展历程 6
表 2：泡泡玛特发展重要里程牌事件 6
表 3：公司的主要附属公司及经营实体 7
表 4：公司高管基本情况 8
表 5：按照 IP 分类的自主开发潮流玩具产品收入（百万）及占比（%） 12
表 6：艺术家独家协议授权条款 13
表 7：公司不同销售渠道收入（百万）占比（%）及增速（%） 15
表 8：公司主要经销商销售协议 17

公司概览：迅猛发展的潮玩第一股

公司核心优势及产业链：增长最快，布局完善

泡泡玛特是中国最大且增长最快的潮流玩具公司，公司作为中国潮流玩具文化的开拓者及主要推广者，引领及推进了潮流玩具文化在中国的大规模商业化，公司的“泡泡玛特”品牌已成为中国最受欢迎的潮流玩具品牌，**公司的核心优势包括**：1）中国潮流文化玩具的开拓者；2）强大的 IP 创作及运营能力；3）全渠道销售及经销网络形成全面且覆盖广泛的消费者触达；3）粘性极高的活跃粉丝群；4）凭借绝佳的全球运营能力把握全球市场增长的机会；5）富有远见的管理团队。

IP 是公司业务的核心，公司的主要营收来源于潮流玩具零售、IP 授权、IP 改编娱乐内容等，公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括**“艺术家发掘-IP 运营-消费者触达-潮流玩具文化的推广”：**

1）艺术家发掘：公司汇聚了潮流玩具行业头部艺术家，打造了“Molly”等广受粉丝喜爱的重磅 IP。截至 2020 年 5 月，公司与超过 350 位艺术家保持紧密关系，并通过授权或合作安排与其中 25 位来自全球艺术家开展合作；**2）IP 运营：**截至 2020 年 5 月，公司运营 85 个 IP。在 2019 年，前 4 大 IP 产生的收入分别超过 1 亿元人民币。凭借强大的 IP 发掘和运营能力，预计将在 2020 年运营超过 30 个新 IP；**3）消费者触达：**公司已建立全面及广泛的销售及经销网络。公司设有会员计划，截至 2020 年 5 月已有 320 万名注册会员，并通过各种会员权益增加重复购买。公司的全渠道销售、经销网络及市场推广措施迎合消费者需求；**4）潮流玩具文化的推广：**公司每年举办两场潮流玩具展，即北京国际潮玩展和上海国际潮玩展。2019 年北京国际潮玩展共吸引了 14 个国家及地区超过 270 位艺术家参与，超过 200 个潮流玩具品牌参展，参观人次超过 10 万。截至 2019 年底，除了潮流玩具社群和展会，公司在中国各地合共举办了 44 场展览和艺术家签名会。

图 1：泡泡玛特全产业链平台布局情况

资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

发展历程：十年历程铸就潮玩第一股

北京泡泡玛特成立于 2010 年，第一家零售店在北京欧美区购物中心开业。2014 年 4 月 29 日北京泡泡玛特与金鹰国际集团联合成立南京金鹰泡泡玛特（一家于中国注册成立的合资公司），旨在开展协定领域及有关北京泡泡玛特产品批发与零售业务的独家合作。2017 年 1 月 25 日北京泡泡玛特的股份于新三板上市，股票代号为 870578。2019 年 4-8 月，为简化结构，公司进行了一系列重组步

骤。2019 年 12 月 18 日，北京泡泡玛特与葩趣互娱及相关股东订立构成合约安排的多项协议。2020 年 6 月 1 日公司提交港股 IPO 申报书。

表 1：泡泡玛特公司发展历程

时间	事件
2010 年 10 月 20 日	北京泡泡玛特有限公司成立。
2014 年 4 月 29 日	北京泡泡玛特与金鹰国际集团联合成立南京金鹰泡泡玛特（一家于中国注册成立的合资公司），旨在开展协定领域及有关北京泡泡玛特产品批发与零售业务的独家合作。
2015 年 8 月 20 日	北京泡泡玛特与金鹰国际集团于南京金鹰泡泡玛特的股东大会上通过一项决议案，将南京金鹰泡泡玛特的资本承担增至人民 0.2 亿元，北京泡泡玛特与金鹰国际集团分别持有 52%及 48%股份。
2016 年 6 月 18 日	为筹备新三板上市，北京泡泡玛特由有限公司改制为股份有限公司。
2017 年 1 月 25 日	北京泡泡玛特的股份于新三板上市，股票代号为 870578。
2019 年 4-8 月	为简化架构，公司进行以下重组步骤：1）4 月 2 日，北京泡泡玛特新三板完成退市；2）5 月 6 日，北京泡泡玛特由股份有限公司改制为有限公司；3）5 月 9 日，本公司于开曼群岛注册成立为豁免有限公司，为本集团的最终控股公司；4）5 月 10 日，Pop Mart (BVI) Holding Limited 在英属维京群岛注册成立为有限公司，本公司为唯一股东；5）5 月 27 日，Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited 在香港注册成立为有限公司，Pop Mart (BVI) Holding Limited 为唯一股东；6）6 月 17 日，王先生与独立第三方王信明先生订立股份转让协议，占当时北京泡泡玛特股本的 2%。6 月 26 日，北京泡泡玛特由内资企业转换为中外合资企业；7）8 月，Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited 收购北京泡泡玛特的股权并向北京泡泡玛特前股东配发及发行本公司额外股份。
2019 年 12 月 18 日	北京泡泡玛特与葩趣互娱及相关股东订立构成合约安排的多项协议。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司深耕潮流玩具业务，天猫“模玩”类销量第一。2016 年公司在天猫的旗舰店开始营业，推出“葩趣”移动应用程序作为自有线上潮流玩具社区平台，推出的”Molly 星座“盲盒系列是公司的第一个自主潮流玩具产品系列。2018 年公司举办上海国际潮玩展，按参观人次计，是亚洲规模最大的潮流玩具展会。2019 年天猫旗舰店在双十一当日销量达到人民币 8.2 百万元，在天猫“模玩”类目排名第一。

表 2：泡泡玛特发展重要里程牌事件

时间	事件
2010 年	北京泡泡玛特成立，第一家零售店在北京欧美汇购物中心开业。
2014 年	公司在北京王府井 APM 购物中心推出第一家 lifestyle 概念旗舰店。
2016 年	公司在天猫的旗舰店开始营业。推出“葩趣”移动应用程序作为自有线上潮流玩具社区平台。推出”Molly 星座“盲盒系列，这是公司的第一个自主潮流玩具产品系列。
2017 年	推出创新无人收银机器人商店。举办北京国际潮玩展，是中国首届大型潮流玩具展会。
2018 年	公司举办上海国际潮玩展，按参观人次计，是亚洲规模最大的潮流玩具展会。
2019 年	天猫旗舰店在双十一当日销量达到人民币 820 万元，在天猫“模玩”类目排名第一。零售店数达到 100 间，机器人商店数达到 800 间。

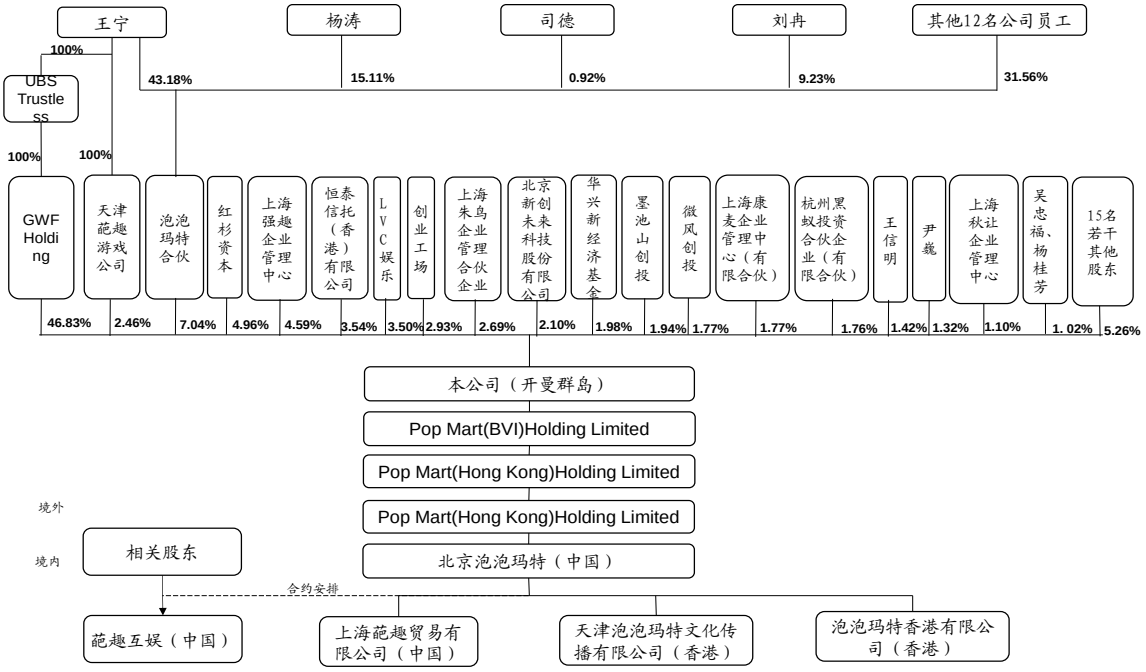
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

股权结构：股权集中，高管深耕行业多年

1）股权结构&募集资金用途

公司股权相对集中，王先生为公司的实际控股股东。GWF Holding 为一家于英属维京群岛注册成立的有限公司，由 UBS Trustees (BVI)Ltd.全资拥有，而 UBS Trustees (BVI) Ltd 以王先生作为委托人（以王先生为受益人）所创立信托的受托人身份全资拥有。杨涛女士为王先生的配偶，因此被视为王先生持有的股份中拥有权益。目前王宁先生实际持有公司股份约 52.33%，为第一大股东；红杉资本持股 4.96%，为第一大机构股东；Molly 设计师王信明持有公司 1.42%股权，公司重要管理层及员工通过泡泡玛特合伙持有公司 7.04%股份。

图 2：公司股权结构



资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理（备注：上海朱鸟普通合伙人为苏州蜂巧（普通合伙人为上海蜂巧），上海蜂巧由非执行董事屠铮持股83%；北京新创未来由北京泡泡玛特前麦刚持股 35.87%）

表 3：公司的主要附属公司及经营实体

公司名称	主要经营活动	成立及开业日期
北京泡泡玛特	设计及销售潮流玩具	2010 年 10 月 20 日
葩趣互娱	互联网技术服务	2016 年 3 月 8 日
天津泡泡玛特文化传播有限公司	销售潮流玩具	2016 年 11 月 29 日
泡泡玛特香港有限公司	海外营运及销售潮流玩具	2017 年 1 月 27 日
上海葩趣贸易有限公司	销售潮流玩具	2017 年 9 月 21 日

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司 IPO 募集资金用途主要包含：1）扩展公司销售经销网络及海外市场。公司计划加强全渠道销售优势，包括开设新零售店、机器人商店及其他消费者触达渠道；海外市场方面，公司计划进一步拓展业务到亚洲、欧洲及北美市场；2）战略联盟、投资及收购。公司目前没有任何特定的收购或投资目标；3）扩大公司 IP 库。通过在海内外举办潮流玩具展等活动，挖掘更多优秀艺术家；通过招募有才华的设计师加入公司，增加公司的 IP 发掘实力及自有 IP 数量。

2）高管介绍

公司实控人王宁先生，副总裁分别是杨涛、刘冉，分别负责检查产品和线下业务，首席运营官是司德，首席运营官是杨镜冰。高管具体背景介绍详见如下表格所示。

表 4：公司高管基本情况

姓名	年龄	职位	职务及职责	学历	经历
王宁	33 岁	执行董事、董事会主席及行政总裁	负责整体战略规划及管理	郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）广告专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。	2010 年 10 月成立本集团，目前担任本公司数家主要附属公司的董事，包括北京泡泡玛特、葩趣互娱、Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited 及天津泡泡玛特文化传播有限公司。
杨涛	33 岁	执行董事及副总裁	负责监察产品部	美国福特海斯州立大学通识学学士学位，香港浸会大学传播学硕士学位。	2010 年 10 月加入本集团，目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
刘冉	32 岁	执行董事及副总裁	负责监察线下业务部	郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）旅游管理专业学士学位。	2011 年 7 月加入本集团，目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
司德	31 岁	执行董事及首席营运官	负责整体运营、监察线上业务部及人力资源部	中国传媒大学法语专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。	2015 年 3 月加入本集团，目前担任本公司数家主要附属公司的董事，包括北京泡泡玛特、上海葩趣贸易有限公司、天津泡泡玛特文化传播有限公司。
屠铮	42 岁	非执行董事	负责向董事会提供专业建议	浙江大学英语专业学士学位，芝加哥大学公共政策硕士学位。	自 2018 年 5 月起担任上海蜂巧投资管理有限公司的合伙人，于 2015 年 5 月至 2018 年 4 月担任深圳市启赋资本管理有限公司的合伙人。于 2017 年 9 月加入本集团，目前担任北京泡泡玛特董事。
何愚	39 岁	非执行董事	负责向董事会提供专业建议	南开大学国际经济与贸易专业学士学位，兰卡斯特大学金融系硕士学位。	2016 年 2 月创办并担任深圳前海黑蚁创新投资合伙企业（有限合伙）合伙人。2019 年 4 月加入本集团，目前担任北京泡泡玛特董事。
张建君	53 岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	北京大学法学学士及硕士学位，美国获加州大学伯克利分校社会学博士学位。	现为北京大学光华管理学院组织与战略管理系教授。2014 年 11 月至 2017 年 8 月，担任建信人寿保险股份有限公司独立董事。
吴联生	49 岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	武汉大学经济学学士学位，中国武汉大学经济学硕士学位，中国中南财经大学（现称中南财经政法大学）管理学博士学位。	自 2001 年 9 月起担任北京大学光华管理学院教员，在多家上市公司担任董事职务。自 2018 年 9 月起担任中银国际证券股份有限公司的独立董事。
颜劲良	37 岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院经济学理学学士学位。	2006 年 7 月至 2012 年 4 月担任 UBS AG 香港及中国互联网首席分析师。2012 年 5 月至 2015 年 6 月担任云游控股有限公司的首席营运官、首席财务官及联席公司秘书。
杨镜冰	41 岁	首席财务官	负责财务管理	上海财经大学法学及管理学学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。	于 2017 年 8 月加入本集团加入本集团之前，杨先生于 2010 年 3 月至 2017 年 8 月先后担任北京金隅大成开发有限公司（现称北京金隅房地产开发集团有限公司）财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

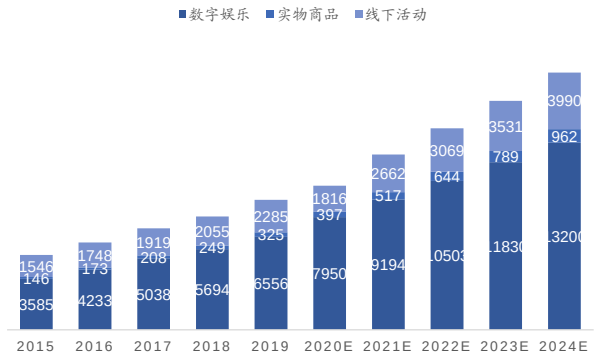
行业：行业高景气，公司市占率第一

泛娱乐市场：实物商品是泛娱乐行业中增长最快的细分领域

中国泛娱乐市场目前包括三个部分：数字娱乐、实物商品（其中包括潮流玩具）及线下活动。1）数字娱乐主要包括数字游戏、在线电影、在线动漫及直播等；2）实物商品主要包括潮流玩具及休闲书籍；3）线下活动主要包括电影、网咖及主题公园。根据弗若斯特沙利文，近年来中国泛娱乐市场发展迅速，中国泛娱乐行业的市场规模（按零售价值计）自 2015 年的 5277 亿元增长至 2019 年的人民币 9166 亿元，复合年增长率为 14.8%。预计中国泛娱乐行业的市场规模预期将于 2024 年进一步增长至人民币 18152 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 14.6%。

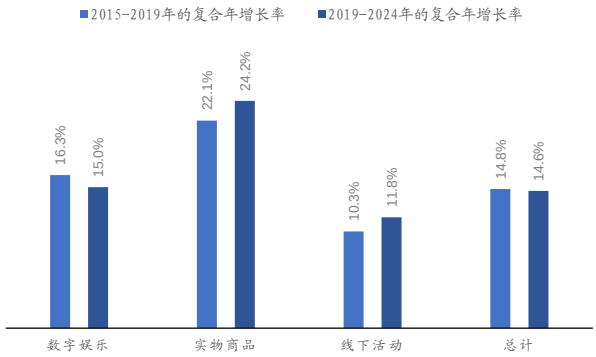
相比数字娱乐和线下活动，实物商品为中国泛娱乐行业中增长最快细分品类。根据弗若斯特沙利文，实物商品的市场规模从 2015 年的人民币 146 亿元增加至 2019 年的人民币 325 亿元，复合年增长率为 22.1%，并预计进一步增长至 2024 年的人民币 962 亿元，2019 年起的复合年增长率为 24.2%。

图 3：2015-2024 年泛娱乐行业的市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图 4：不同数字娱乐的复合年增长率



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

潮玩行业及竞争格局：行业处于早期阶段，公司市占率最高

潮流玩具是融合了潮流文化及内容的玩具，通常根据文化娱乐 IP 包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具。潮流玩具粉丝年龄在 15-40 岁之间，通常受过良好的文化教育、接受多元文化、渴望自我表达和个性展示。

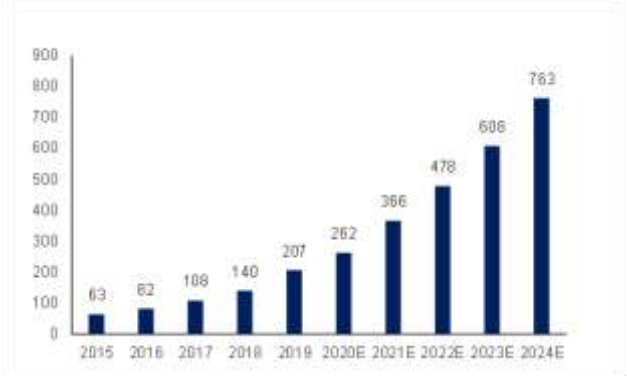
全球潮流玩具市场过去四年复合年增长率达 22.8%。根据弗若斯特沙利文报告，在可支配收入增加、潮流文化产业迅速发展尤其是越来越多优质潮流玩具 IP 于市场成功孵化的驱动下，全球潮流玩具市场规模自 2015 年的 87 亿美元增长至 2019 年的 198 亿美元，复合年增长率为 22.8%，并预期将于 2024 年达到 448 亿美元，自 2019 年起的复合年增长率为 17.7%。

中国的潮流玩具零售市场仍处于早期阶段，过去数年一直快速增长。中国的潮流玩具零售市场主要增长驱动力在：1）日益壮大的粉丝群；2）从小众市场到主流市场；3）卖座 IP 的持续发布；4）日益增长的可支配收入及消费力。中国潮流玩具零售的市场规模由 2015 年的 63 亿元增加至 2019 年的 207 亿元，复合年增长率为 34.6%。受中国潮流玩具的受欢迎程度不断上升所推动，潮流玩具零售的市场规模预期于 2024 年将达人民币 763 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 29.8%。

图 5：2015-2024 年全球潮流玩具市场的市场规模（亿美元）

资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图 6：2015-2024 年中国潮流玩具市场的市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

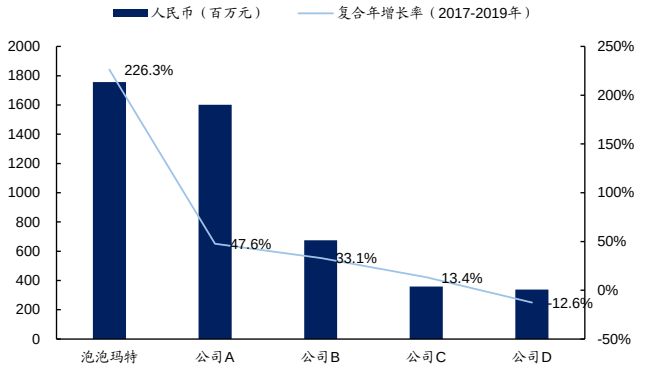
泡泡玛特是中国最大的潮流玩具品牌，市占率第一。2019 年，按零售价值计，五大市场参与者在中国潮流玩具零售市场所占的市场份额分别为 8.5%（泡泡玛特）、7.7%、3.3%、1.7% 及 1.6%，其中不包括泡泡玛特的主要市场参与者，为专注于 IP 发掘及授权的跨国玩具制造公司。2019 年泡泡玛特是中国最大的

潮流玩具品牌，自 2017 年至 2019 年期间复合年增长率为 226.3%，超过所有其他主要参与者。天猫 2019 年“双十一”购物节，**泡泡玛特的零售额在天猫玩具品牌旗舰店的中排名第一。**作为中国潮流玩具行业的佼佼者，泡泡玛特是拥有覆盖产业链（包括 IP 运营、OEM 生产、消费者接触及潮流玩具文化推广）的整合平台的唯一参与者。

图 7：泡泡玛特的零售额在天猫玩具品牌中排名第一

资料来源：生意参谋，国信证券经济研究所整理

图 8：2019 年中国潮流玩具公司的竞争格局（按零售价值计）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

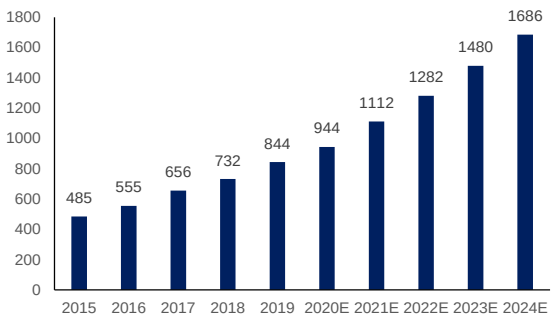
IP 授权和 IP 改编：中国孕育新机，市场稳健增长

潮流玩具零售现为潮流玩具 IP 的主要变现方式。随著领先的潮流玩具 IP 在粉丝中大受欢迎，授权及改编提供额外变现机会，以将潮流玩具 IP 的价值扩展至更广泛的领域。2019 年按累计业务价值计量，全球三大 IP 的市场价值分别为 950 亿美元、860 亿美元及 760 亿美元。该等 IP 分别于 1996 年、1974 年及 1924 年推出，IP 运营时间非常通常时间跨度较大。

IP 授权： IP 授权主要包括两类，商品授权及空间授权。中国的 IP 授权行业的市场规模从 2015 年的 485 亿元稳步增长至 2019 年的 844 亿元，复合年增长率为 14.9%。预测在 2024 年前将达人民币 1,686 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 14.8%。

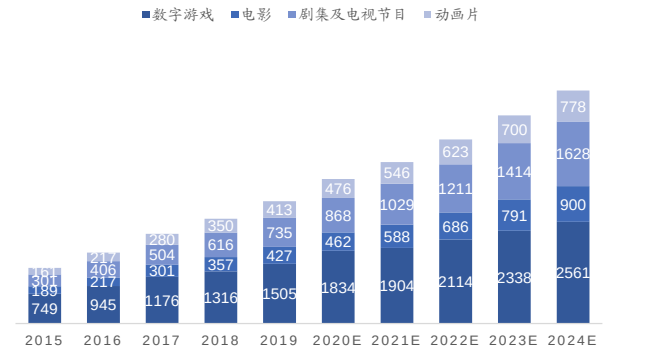
IP 改编：潮流玩具营运商可能授权其他公司在数字游戏、电影、剧集及电视节目及动画片中改编其 IP 以进行商业应用。中国 IP 改编娱乐市场于 2015 年至 2019 年期间按复合年增长率 21.8% 增长，于 2019 年达人民币 3080 亿元，预期于 2024 年将达人民币 5867 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 13.8%。

图 9：2015-2024 年中国 IP 授权市场的市场规模（亿元）



资料来源：生意参谋，国信证券经济研究所整理

图 10：2015-2024 年中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

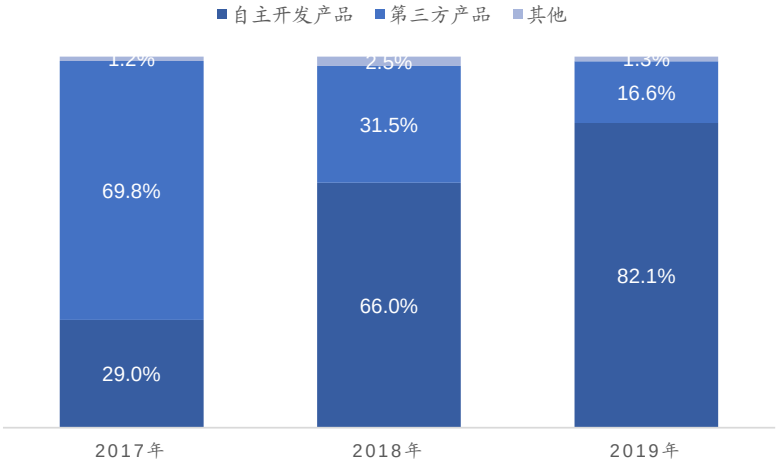
产品及用户：IP 全产业链运营，用户全渠道维护

公司产品端主要包括 IP 运营和 IP 创作，用户端主要包括粉丝及潮玩推广。

IP 运营：包括 IP 自主产品开发、第三方和其他

按照产品划分收入，公司收入主要来自销售自主开发潮流玩具产品及第三方产品。1）基于 IP 自主开发产品：公司已开发出各种潮流玩具产品，包括盲盒、手办、BJD 及衍生品；**2）第三方产品**：主要为销售选定第三方供应商提供的第三方产品，如玩具、拼图、电子产品及衍生品；**3）其他：**主要指第三方产品于展会上的总销售所得款项收取的佣金、向展会上的艺术家及潮流玩具品牌收取的展位费及展会门票销售产生的收入等。

图 11：按照产品划分收入结构占比



资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1、IP 自主开发：包括自有 IP、独家 IP 和非独家 IP

公司 IP 产品包括自有 IP、独家 IP 和非独家 IP。截至 2020 年 5 月，公司运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。

1）自有 IP：包括收购的代表性 IP 如 Molly 及 Dimoo，及内部设计团队开发的 IP 如 Yuki 及 BOBO&COC ，2019 年公司基于自有 IP 的自主开发产品收入为 6.27 亿元，占自主开发收入的 45.3%;

2）独家 IP：如 PUCKY、the Monsters 及 SATYR RORY，由与公司合作的艺术家创作，2019 年基于独家 IP 的自主开发产品收入为 5.97 亿元，占自主开发产品所得收入的 43.2%;

3）非独家 IP：包括广受欢迎的卡通人物，如米老鼠、Despicable Me 及 Hello Kitty，公司与迪士尼及环球影画等知名 IP 提供商建立了稳定的授权关系，19 年基于非独家 IP 的自主开发产品收入为 1.60 亿元，占自主开发产品所得总收入的 11.5%。

此外，公司基于 IP 开发各种潮流玩具产品，公司自主开发的潮流玩具产品组合主要分为以下几类：

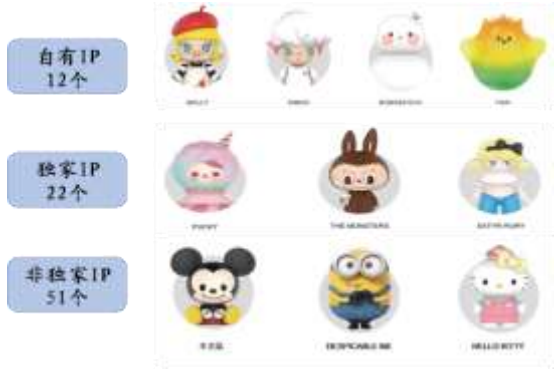
1）盲盒：公司基于 IP 开发多个系列的盲盒产品，各 IP 产品系列的数量各不相同，通常每年推出一到七个不等，同一系列中所有设计的盲盒包装相同，粉丝并不知道将获得哪个系列的具体设计。由于此不可预测性，盲盒增加了乐趣并增加重复购买;

2）手办：与盲盒相比，手办尺寸更大，价格也更高。手办设计更精致及有艺术风格，采用更高级的材料，通常面向高端消费者；

3）BJD：BJD 是采用球窝关节链接，以可活动的肢体为特点的人偶。大多数 BJD 由可轻松拆卸的服装、假发、眼睛及四肢组成，允许收藏者订制；

4）衍生品：公司亦开发各种具有潮流 IP 及功能的潮流玩具衍生品，如吊牌、别针及蓬松吊坠。

图 12：公司 IP 产品：自有、独家及非独家



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 13：公司潮流玩具产品组合

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 5：按照 IP 分类的自主开发潮流玩具产品收入（百万）及占比（%）

	2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自有 IP						
Molly	41.0	89.4	213.9	62.9	456.0	32.9
Dimoo					100.1	7.2
BOBO & COCO					25.5	1.8
Yuki			0.7	0.2	23.1	1.7
其他	2.0	0.0	1.1	0.3	22.4	1.6
小计	41.0	89.4	215.7	63.4	627.0	45.3
独家 IP						
PUCKY			75.1	22.1	315.3	22.8
The Monsters					107.8	7.8
SATYR RORY			6.9	2.0	63.1	4.6
其他	4.8	10.6	24.3	7.1	111.1	8.0
小计	4.8	10.6	106.2	31.2	597.4	43.2
非独家 IP			18.2	5.4	159.8	11.5
自主开发产品合计	45.9	100.0	340.1	100.0	1384.2	100.0

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2、IP 授权：Molly 和 PUCKY 取得较好市场反馈

公司与各行业的知名公司合作，探索多样化的变现机会，并进一步推广 IP。具体而言：公司会授权自有 IP 及再授权独家 IP 给合作伙伴从而扩宽变现渠道。例如，公司 2019 年授权伊利使用 Molly 推广调味乳饮品。就再授权的独家 IP 而言，授权合约通常规定公司的合作伙伴应向公司支付固定授权费，且该固定授权费将根据艺术家与公司订立的相关独家授权协议与艺术家分享。

公司推出的重磅 IP Molly 和 PUCKY 深受市场欢迎。

Molly：是一个嘟着特色嘴唇、有着湖蓝色大眼睛的可爱小女孩。2016 年 8 月，

公司推出了首个“Molly Zodiac”盲盒系列并取得成功。自此 Molly 就成了公司的招牌 IP，2017-2019 年公司分别推出 18 个 Molly 盲盒系列。2017 -2019 年，基于 Molly 形象的自主开发产品产生的收入分别为人民币 0.41、2.14 和 4.56 亿元，复合年增长率为 242.1%。此外，公司通过授权探索 Molly 的额外 IP 变现机会。2019 年授权伊利使用 Molly 推广调味乳饮品。

PUCKY：是梦森林世界的精灵，由一位才华洋溢的香港女艺术家所创作。2018 年 4 月，公司推出第一个“PUCKY Pool Babies”盲盒系列，双十一公司在天猫旗舰店推出的限量版“PUCKY Xmas Babies”盲盒系列是最热销的产品之一，总共 5000 件在一分钟内销售一空。2018 -2019 年，公司分别推出了三个及六个 PUCKY 盲盒系列，PUCKY 产生的收入分别为人民币 0.75 及 3.15 亿元。除潮流玩具产品外，公司也将 PUCKY 再授权以进一步提升 IP 变现能力。

图 14：公司自有 IP 产品“Molly”

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 15：公司独家 IP 产品“PUCKY”

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

IP 创作：IP 来源于艺术家、内部团队和 IP 供应商

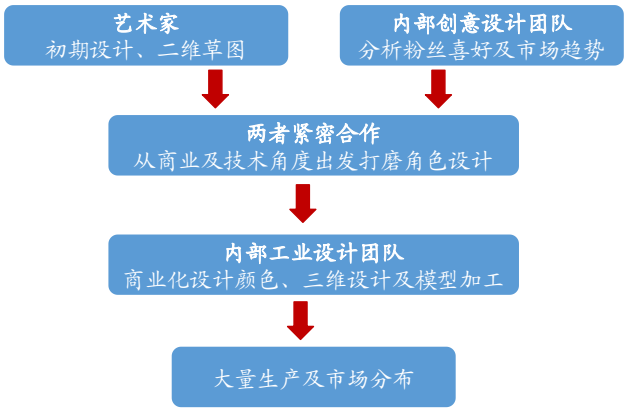
公司的 IP 由艺术家、成熟 IP 提供商及内部设计团队创作。1）艺术家：截至 2020 年 5 月，与逾 350 名全球艺术家保持紧密联系，并通过授权活合作安排与其中 25 名来自全球的才华横溢的艺术家合作。**2）IP 供应商方：**公司与许多著名的全球 IP 提供商建立巩固的授权关系，例如迪士尼及环球影画。公司选择适合潮流玩具的 IP，并与 IP 提供商签订非独家授权协议。截至 2020 年 5 月，公司与成熟的 IP 提供商签订了 11 份协议。**3）内部设计团队：**公司拥有一支由 91 名拥有丰富艺术及设计相关行业经验的设计师组成的内部创意设计团队。内部设计师与艺术家及著名 IP 提供商紧密合作，通过在颜色、三维设计及模具方面的工作并兼顾商业及艺术角度来改善角色设计，以进行最终商业生产及市场发布。

表 6：艺术家独家协议授权条款

独家权利	公司与艺术家订立的独家授权协议赋予公司独家权利协议期限内基于其 IP 开发及销售潮流玩具。
再授权	根据大部分的独家授权协议，公司有权将他们的 IP 再授权予第三方。
期限	授权协议的初始期限一般为四年，可延长至六年或更长时间。
费用安排	根据公司与艺术家订立的授权协议，通常艺术家会根据公司出售产品的数量收取设有上限的设计费。
知识产权	知识产权由艺术家拥有，公司开发产品的知识产权由艺术家和公司共同拥有。

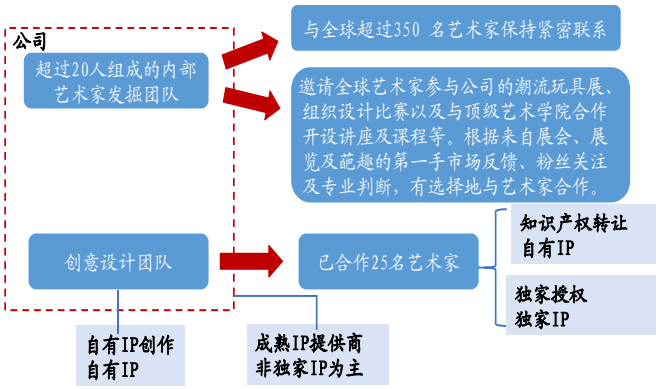
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 16：公司 IP 产品设计开发流程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 17：公司 IP 开发发掘过程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

用户端：线上订制会员计划，推出葩趣社区，线下举办展会

潮玩粉丝群特征：主要由 15 至 35 岁具高消费能力，热衷分享与展示的人们组成。公司产品的艺术风格和趣味特点吸引粉丝，并产生高客户忠诚度及重复购买。基于此公司对用户线上和线下均构建会员培养体系。

会员：公司制定了多渠道会员计划，以建立粉丝社区，加强其黏度及增加重复购买。粉丝可以通过线上渠道（可于包括微信及支付宝内部的多个平台接入）以及线下渠道（如零售店）免费注册为会员，目前有四个会员等级，会员等级由“泡泡值”决定，泡泡值根据会员近六个月的购买金额，购买频率及其他活动计算。

除会员计划外，公司还推出葩趣作为粉丝的线上社区。用户可取得潮流玩具文化信息及最新资讯，买卖潮流玩具及与其他志趣相投的粉丝社交互动。目前，葩趣覆盖约 600 个潮流玩具品牌。此外，粉丝也可以通过微信公众号了解产品发布及活动以及各种潮流玩具信息。截止 2019 年 12 月 31 日，公司的微信公众号拥有 200 万名粉丝。

图 18：泡泡玛特会员权益情况

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 19：泡泡玛特线上社区葩趣

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

展会：公司于 2017 年 9 月举行了首届潮流玩具展览北京国际潮玩展，之后公司每年举办两次潮流玩具展览，即北京国际潮玩展及上海国际潮玩展，已成为中国最大的潮流玩具展览会。2019 年北京国际潮玩展吸引了来自 14 个国家及地区的超过 270 名艺术家，超过 200 个潮流玩具品牌，参观人次超过 10 万人。

在潮流玩具展会上组织各种活动，如签名会，现场绘画，采访及游戏。粉丝可以在公司的展会上与喜欢的艺术家见面及交流，粉丝可在展会上购买公司及第三方潮流玩具品牌所有者新推出的潮流玩具产品。

图 20：泡泡玛线下特展会盛况

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 21：泡泡玛线下特展会盛况

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

销售渠道：线下零售为核心，各渠道增长迅速

截至 2019 年 12 月 31 日，公司的销售及经销网络包括：1）114 家零售店；2）825 家机器人商店；3）线上渠道，包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣及其他中国主流电商；4）北京国际潮玩展及上海国际潮玩展；5）批发渠道，包括经销商及批量采购的公司客户；6）在中国及韩国、日本、新加坡及美国等 21 个海外国家及地区聘有经销商；7）部分公司客户亦直接大量订购产品，作为雇员礼品或活动赠品。

线下渠道是最主要的销售渠道。19 年零售端和机器人商店的收入合计占比达 58.7%。零售店是公司的主要销售渠道，2019 年线下零售店 7.4 亿元，同比增长 197.9%，在总收入中占比最大，达 43.9%；线上渠道 19 年增长最快，同增 424%，收入 5.4 亿元，占收入比重达 32%；机器人商店于 17 年 4 月推出，19 年收入 2.5 亿，占总收入比例 14.8%；批发渠道收入占比逐年缩小，从 17 年的 18.9%缩减至 18 年的 9.9%，19 年占比 6.6%；展会收入贡献相对最小，19 年占比 2.7%。

表 7：公司不同销售渠道收入（百万）占比（%）及增速（%）

	2017		2018		2019		YOY	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	2018 年	2019 年
零售店	101.0	63.9	248.3	48.3	739.7	43.9	145.8%	197.9%
线上渠道	14.9	9.4	102.9	20.0	539.2	32.0	590.6%	424.0%
机器人商店	5.6	3.5	86.4	16.8	248.6	14.8	1442.9%	187.7%
批发	29.9	18.9	51.3	9.9	110.5	6.6	71.6%	115.4%
—经销商	27.8	17.6	45.0	8.7	93.6	5.6	61.9%	108.0%
—批量采购	2.1	1.3	6.4	1.2	16.9	1.0	204.8%	164.1%
展会	6.8	4.3	25.6	5.0	45.5	2.7	276.5%	77.7%
总收入	158.1	100.0	514.5	100.0	1683.4	100.0	225.4%	227.2%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

此外，公司对上下游依赖相对有限，前五大供应商占比不到 50%，前五大客户占比不到 20%，公司作为 IP 全产业链运营的公司对上下游把控力相对有效。

前五大供应商：2017-2019 年，公司向五大供应商（为制造商）的采购额分别约

占总采购额的 43.8%、41.3% 及 40.8%，公司向最大供应商的采购额分别约占总采购额的 19.7%、18.8% 及 15.0%。

前五大客户：2017 年-2019 年，前五大客户（包括经销商及批量购公司客户）的总收入分别公司收入约 17.8%、8.2%及 4.3%，最大客户的占比约 16.6%、6.9%及 3.3%。

零售店：零售店快速扩张，全国 33 个城市 114 家零售店

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有主要位于中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店，零售店的建筑面积一般 100 至 150 平方米。零售店贡献收入从 17 年的 1 亿快速扩张 19 年的 7.4 亿，18、19 年开店增速分别为 145.8%和 197.9%。单店销售额从 2017 年的 316 万元增至 2019 年的 649 万元，2019 年同比增速 64.9%。

零售店是确立市场地位及与粉丝互动联系的重要渠道。公司通过零售店凝聚大量粉丝、体验新品、提升购物体验及提高品牌知名度。自 2017 年起，除零售店外，公司与购物中心合作推出限时主题快闪店，创造身临其境的购物体验了提升公司品牌，限时快闪店的期限从一个月至三个月不等。

图 22：公司零售店数量（家）

	2017年	2018年	2019年
期初零售店数量	16	32	63
期内开设的新零售店数量	17	36	53
期内关闭的零售店数量	2	4	1
期末零售店数量	32	63	114
YOY		96.9%	81.0%
零售店总收入（百万元）	101	248	740
YOY		145.5%	198.4%
单店销售额（万元）	316	394	649
YOY		24.7%	64.9%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 23：泡泡玛特零售店示意图

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

机器人商店：推出创新无人收银机器人商店以扩大客户范围

自 2017 年 4 月开始，公司推出创新无人收银机器人商店以扩大客户范围，机器人商店主要位于购物中心和地铁站。机器人商店售货机为自动式及互动式自动售货机，主要销售盲盒产品。每间机器人商店能够存储最多约 60 个货品品类。17-19 年机器人商店收入贡献 0.06/0.86/2.5 亿元，18-19 年收入增速分别为 1442.9%和 187.7%，收入的快速增长得益于机器人商店的快速扩张。17-19 年，公司分别开设了 43 间、217 间及 565 间新机器人商店。

图 24：公司机器人商店数量（家）

	2017年	2018年	2019年
机器人商店总开设数量	43	260	825
机器人商店总收入（百万元）	5.6	86.4	248.6
单店销售额（万元）	13	33	30
YOY		153.85%	-9.09%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 25：泡泡玛特机器人商店

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

线上渠道：线上渠道迅猛增长，天猫旗舰店收入在模玩排名第一

公司通过国内增长迅猛的线上渠道（包括天猫旗舰店，泡泡抽盒机，葩趣及其他中国主流电商平台）提供便捷和有趣的购物体验。

天猫：公司于 2016 年 6 月开始在天猫经营旗舰店，已成为吸引新粉丝的主要渠道之一。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年天猫旗舰店产生的收入为人民币 2.52 亿元，在天猫所有模玩旗舰店中排名第一。

微信小程序：公司于 2018 年 9 月在微信上线泡泡抽盒机，小程序符合盲盒的特征且内嵌有互动功能，自推出以来，泡泡抽盒机小程序实现了强劲增长，泡泡抽盒机产生的收入由 2018 年的人民币 2300 万元增加至 2019 年的人民币 2.71 亿元。

图 26：公司天猫旗舰店

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 27：公司微信小程序

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

批发渠道：凭借经销商和南京金鹰泡泡玛特不断拓宽市场

公司凭借经销商扩大市场的广度与深度。截至 2019 年 12 月 31 日，有 22 名中国经销商及 19 名海外经销商，并建立了覆盖中国 16 个省级地区及 21 个海外国家及地区的广泛经销网络。2017-2019 年，公司向经销商销售产生的收入分别为人民币 0.28、0.45、0.94 亿元，分别占各期间总收入的 17.6%、8.7% 及 5.6%。公司的经销商通常为区域经销商，主要从事玩具、文具、文创产品及其他商品的销售及经销，并拥有完善的本地零售或经销网络，经销商数量的增加与公司业务增长（尤其是海外扩张）一致。

此外，公司 2014 年与一家中国领先的零售连锁运营商成立南京金鹰泡泡玛特作为合营企业。2017 -2019 年南京金鹰泡泡玛特分别运营 19、19 及 16 间店铺，收入分别为 0.26、0.36 及 0.55 亿元。

表 8：公司主要经销商销售协议

	南京金鹰泡泡玛特	其他经销商
期限	期限为五年，可经双方同意后续期。	通常为一年至两年，可自动或经双方协定续期。
店铺及销售政策	有权使用公司品牌名称及商标运营公司店铺；开设任何店铺的任何计划须经过公司事先书面批准；仅有权于公司指定的店铺转售产品。	未经公司的批准或授权，经销商不得在指定经销区域或经销渠道之外转售公司的产品。
零售价格管理	须确保公司的产品按公司建议的单位销售价格出售。	销商须确保公司的产品按公司建议的单位销售价格出售。
不得提前曝光	在正式公布日期之前，不得披露、展示、出售或预售任何新产品。	在正式公布日期之前，经销商不得披露、展示、出售或预售任何新产品。
购买价格	公司的产品乃基于公司建议单位销售价格以不同的折扣出售给南京金鹰泡泡玛特。	公司产品基于公司的建议单位销售价格以不同的折扣出售给经销商，而折扣的范围通常根据各订单的具体情况协商拟定。
获取资料		经销商通常须每月向公司提供公司产品的销售资料。
销售目标及最低采购额	并无明确的销售目标或最低采购额规定。	并无明确的销售目标或最低采购额规定。
信贷期	公司授予南京金鹰泡泡玛特 30 天的信贷期。	公司一般向经销商提供 30 至 90 天的信贷期。
产品检验及更换	须在收到产品后立即检验产品，并将任何质量缺陷告知公司。可按照经销协议中规定的程序更换有缺陷的产品。	经销商须在收到产品后立即检验产品，并将任何质量缺陷告知公司。经销商可按照经销协议中规定的程序更换有缺陷的产品。
保密	公司与南京金鹰泡泡玛特相互承诺不会披露或不恰当地使用对方的商业秘密。	公司与经销商相互承诺不会披露或不恰当地使用对方的商业秘密。
终止权	若南京金鹰泡泡玛特违反经销协议的任何重大条款，公司保留终止经销协议的权利。	若经销商违反经销协议的任何重大条款，公司通常保留终止经销协议的权利。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

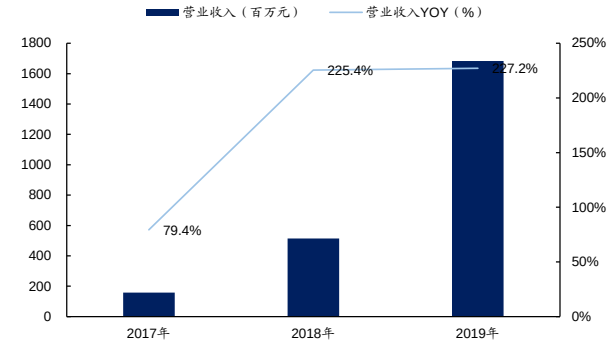
财务数据：业绩增长迅猛，盈利能力稳步提升

业绩和盈利能力分析

收入和利润端：公司 2017-2019 年收入 CAGR 达 226.34%，净利润 CAGR 达 1579.10%。2017-2019 年公司收入分别为 1.58 亿、5.15 亿和 16.83 亿，2019 年公司收入同比增速 227.2%；公司净利润 2017 -2019 年分别为 156.9 万、9952.1 万和 4.5 亿，2019 年利润同比增速 353.4%。

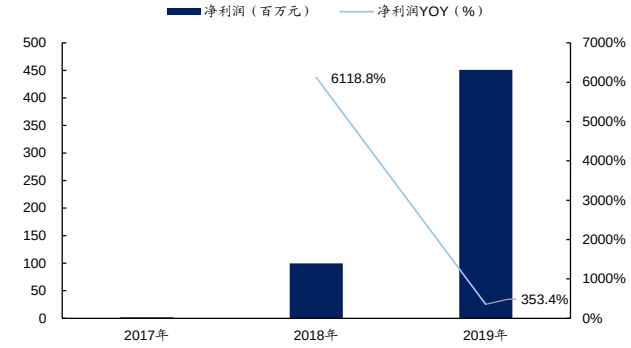
公司收入增长的原因主要在于自主开发产品收入的提升，自主开发产品收入由 2018 年的 3.4 亿元同比增加 307.0%至 2019 年的 13.84 亿元，自主开发产品收入增长的原因是公司 IP 的受欢迎程度提升、产品组合扩大、销售及经销网络扩张，此外，第三方产品生成的收入由 2018 年的人民币 1.62 亿元增加 72.5%至 2019 年的 2.8 亿。

图 28：2017-2019 年公司营业收入情况（百万）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

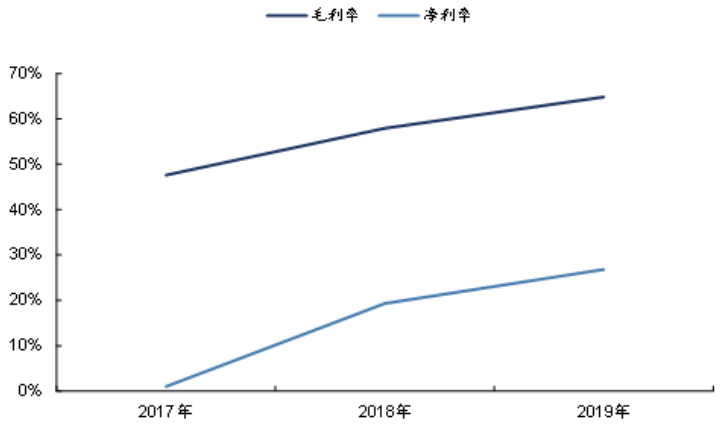
图 29：2017-2019 年公司净利润情况（百万）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2017-2019 年，公司毛利率分别为 47.6%、57.9%、64.8%，净利率分别为 1.0%、19.3%、26.8%。公司盈利能力较强，且不断增加，反映出公司在门店扩张期也拥有较好的成本控制能力，强劲的盈利能力主要是由于中国潮流玩具文化的盛行、产品的成功开发、粉丝群的积极参与、广泛的销售渠道及变现能力等因素。

图 30：2017-2019 年公司毛利率、净利率（%）



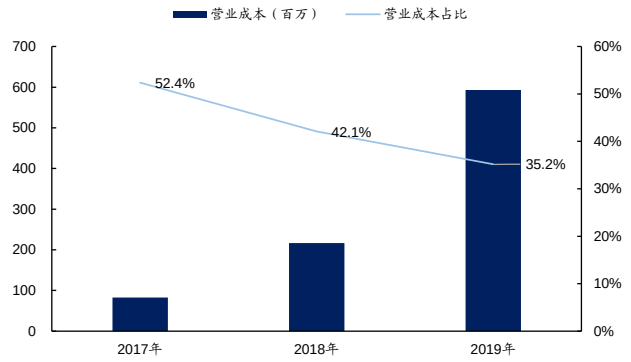
资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

成本和费用率分析

营业成本方面， 2017-2019 年，营业成本分别为 0.83、2.17 及 5.93 亿元，公

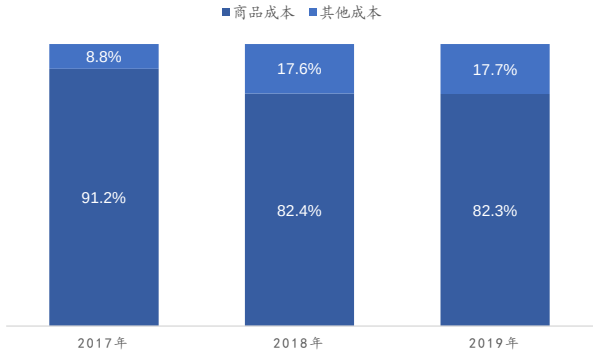
司的营业成本可以分为商品成本和其他成本，营业成本主要来自商品成本，商品成本近三年在营业成本中的占比均在 80%以上。商品成本主要包括自主开发产品支付予第三方制造商的商品成本及第三方产品采购成本，其他成本主要包括支付给艺术家及 IP 供应商的设计及授权费、税金及附加、折旧及摊销成本、展会维修及装修开支等。商品成本由 2018 年的 1.78 亿元增加至 2019 年的 4.88 亿元，其主要原因为销售增加，其他成本由 2018 年的 0.38 亿元增加至 2019 年的 1.05 亿元，主要因公司加大 IP 发掘力度而令设计及授权费增加所致。

图 31：2017-2019 年公司营业成本及占总收入比重（百万，%）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

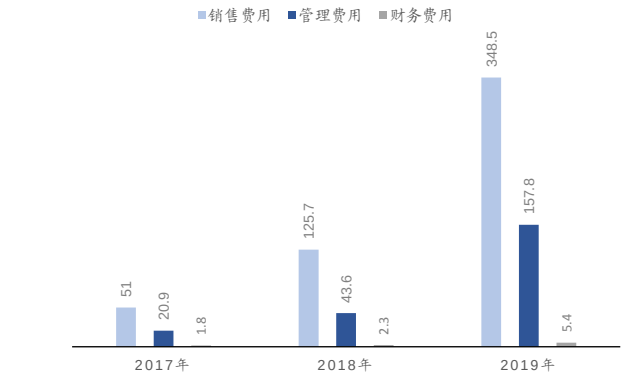
图 32：2017-2019 年公司营业成本构成拆分（%）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

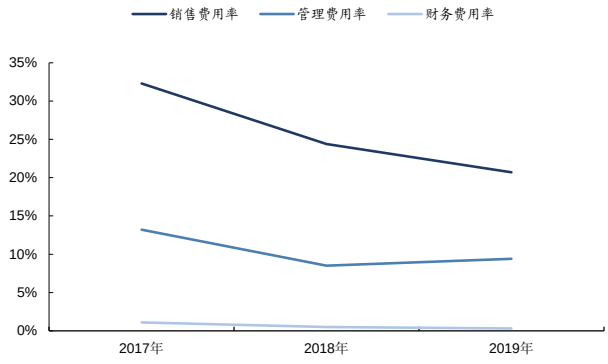
费用率：2017 年-2019 年，公司**销售费用**分别为 0.51、1.26、3.49 亿元，分别占同期收入的 32.3%、24.4%及 20.7%，销售费用率逐年降低。随着公司业务的增长，预计成本及开支将大幅增加，同时随着公司继续提升品牌知名度、提高经营效率及实现规模经济，成本及开支所占收入的百分比将进一步减少。公司**管理费用**由 2017 年的 0.21 亿元增加至 2019 年的 1.58 亿元，主要是由于行政员工人数增加导致薪酬支出增长。公司**财务费用**由 2018 年的人民币 230 万元增加 134.8% 至 2019 年的 540 万元，与公司的零售店数量增加相关的租赁负债增加有关。

图 33：2017-2019 年公司费用（百万）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 34：2017-2019 年公司三费率（%）



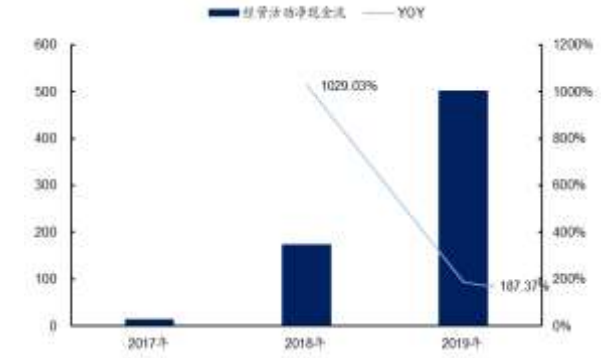
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

现金流和周转率

经营性现金流保持稳定增长，主要得益于公司盈利能力的提升带来净利润的增长，公司经营性现金流持续稳定增长，从 2018 年的 1.75 亿元同比增长 187.37%

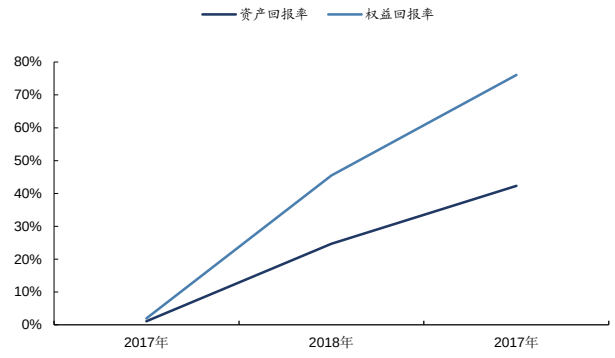
至 2019 年的 5.03 亿元。净利润的大幅增长也带动公司资本回报率和权益回报率的增长，资本回报率从 2017 年的 1.1%增长至 2019 年的 42.3%，权益回报率由 2017 年的 2.0%增长至 2019 年的 76.1%。

图 35：2017-2019 年公司经营性净现金流（百万）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

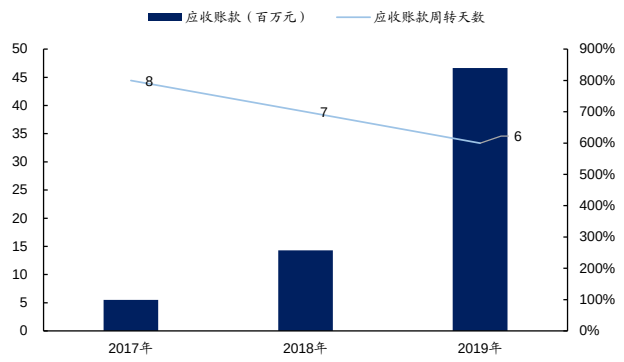
图 36：2017-2019 年资产与权益回报率（%）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

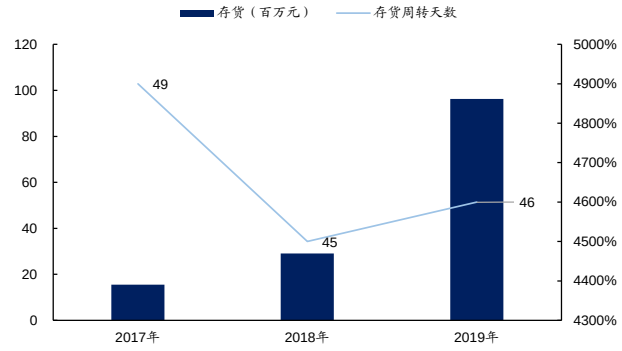
公司近三年的应收账款和存货状况良好。由于第三方包括商场、批发及电商平台付费增加，公司业务增长相应公司的应收账款保持增长态势。但应收账款周转天数逐年降低，公司应收账款状况良好。存货方面，为满足不断增长的产品需求，公司增长商品库存，存货周转天数保持稳定，目前维持在 50 天一下，2019 年为 46 天。

图 37：2017-2019 年应收账款及其周转天数（百万，天）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 38：2017-2019 年存货及存货周转天数（百万，天）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

投资建议：推荐泡泡玛特和 A 股相关标的

泡泡玛特兼具消费属性和文化内容属性，具备长期投资价值

泡泡玛特是一家围绕 IP 运营的潮玩公司，IP 运营一体化和销售渠道的运营能力是公司的核心竞争力，我们认为公司是一家兼具消费属性和文化内容属性的 IP 运营公司。从行业端来看，公司在潮玩零售市场的国内市占率排名第一，渗透率较低，且 IP 授权市场仍然处于早期阶段；从产品端看，公司爆款自有 IP“Molly”、独家 IP “PUCKY” 占 19 年营收比重分别为 27.1%和 18.7%，公司对 IP 源头深度把控，部分产品已经具备极强品牌溢价；从用户端来看，把握 Z 世代消费心理，线上线下多年探索，走出盲盒商业模式路径；从销售渠道看，公司线下渠道是核心销售来源，同时线上销售排名靠前，加强会员体系搭建。长期来看，公司的 IP 潮玩产品还具有流通收藏价值，未来产品议价能力更高，公司毛利率

高达 65%，净利率高达 27%，多年的运营经验使得公司较好的控制成本端。目前公司已提交港股 IPO 申请书，持续关注其上市进程。基于以上我们看好潮玩市场的长期价值，泡泡玛特作为潮玩市场龙头有望持续受益。

从 A 股相关标的看，我们认为围绕 IP 运营的相关公司有望直接受益，“盲盒”本质是 IP 运营，经过时间的检验，上游 IP 的独特价值再一次凸显，我们认为可以重视具备长期 IP 运营能力兼具较强商业化能力的公司，建议重点关注奥飞娱乐、金科文化、恒新东方和金运激光等标的。

奥飞娱乐：基于 IP 运营的全产业链动漫帝国，将迎发展新阶段

业务结构战略性调整，有望迎新发展周期。公司是国内最优质的的 IP 运营公司。2019 年公司战略性的主动调整玩具业务品类结构，原潮流品类占比下调；以超级飞侠为代表的头部 IP 持续保持高热度；婴童用品业务同期对比实现较大增幅；新媒体发行及授权业务稳定；室内主题乐园业务的财务模型健康、稳定。公司采取的业务架构体系调整、人才激励政策、组织运营优化等多项变革措施已经获得显著成效，实现业绩反转。

公司具备 IP 授权能力和玩具生产销售一体化能力。公司 IP 授权业务聚焦 IP 授权品类管理，挖掘授权产品消费者重点区域，重点放在头部 IP 开发业务以及与头部客户的合作，在授权业权威杂志 License!Global 公布的 2019 年全球 150 强授权商排行榜中，奥飞娱乐(Alpha Group)排名第 68 位，比 2018 年排名第 81 位有所上升；此外公司也具备玩具制作及销售的能力，持续打造爆款，玩具产品中心聚焦开发质优价廉的、好玩的产品，供应链降本提效，完成标准化，清理库存。

图 39：2015-2020Q1 奥飞娱乐营收情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 40：2015-2020Q1 奥飞娱乐利润情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

金科文化：围绕超级 IP“汤姆猫”，进行多维度线上线下深度变现

公司围绕“汤姆猫”及其相关 IP 进行线上线下业务布局。公司强调聚焦全栖 IP 生态运营商发展战略，围绕“会说话的汤姆猫家族”系列 IP 线上推进移动应用、动漫影视，线下持续开拓 IP 衍生品与授权业务、主题乐园等连锁业态，集中优质资源建设“会说话的汤姆猫家族”全栖 IP 生态，打造“会说话的汤姆猫家族”亲子生活品牌。公司线上业务包括移动互联网应用发行业务、移动互联网大数据广告业务、动漫影视业务，线下业务包括 IP 衍生品业务、亲子主题乐园业务以及其他业务儿童早期教育业务。

立足移动互联网文化产业生态链，推进“超级 IP”产业链延伸。公司的 IP 授权业务主要指基于“会说话的汤姆猫家族”IP，通过对外品牌授权、自行及合作开发的形式，公司目前已推出的 IP 衍生品包含鞋服、日用品、有氧洗护系列、

AI 机器人、智能玩具、儿童教育产品等多品类超 900 个 SKU，线上销售渠道主要为天猫旗舰店、京东旗舰店、授权店等电子商务渠道，线下通过亲子主题乐园等渠道销售。报告期内，公司与腾讯首款 AR 探索手游《一起来捉妖》、网易代理的 3D 沙盒游戏《我的世界》、母婴类新国货代表品牌小鹿叮叮、国内液态羊奶领军品牌卓牧乳业、日本牛肉饭连锁品牌吉野家、上海知名餐饮连锁品牌“家有好面”、知名乳制品企业一鸣食品、浦发银行、杭州地铁、蓝帽子互动娱乐科技、来电科技等优质品牌开展了深入的跨界 IP 授权合作，进一步丰富了 IP 衍生产品和服务

图 41：2015-2020Q1 金科文化营收情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2015-2020Q1 金科文化利润情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

恒信东方:依托儿童产业链和底层技术切入 IP 内容制作

从儿童产业链运营切入 IP 内容制作。公司主要从事数字文化创意、内容生产与技术服务。2019 年公司继续推进以“艺术创意+视觉技术”为驱动的数字创意产业发展战略，业务范围主要包括 CG 与 VR 内容生产、儿童产业链开发运营、LBE（Location Based Entertainment）城市新娱乐业务、互联网视频应用产品及服务业务。其中儿童产业链开发运营业务上主要开发具有国际水准的儿童 IP，IP 项目衍生品开发方面，完成旗下代理 IP《铁甲灌篮》2019 年春/夏及秋/冬两条产品线订单，通过万代销往英国。旗下代理 IP《雷鸟特攻队》2019 年春/夏产品线通过万代、Modern Brands 及 Planet Fun 分别销往英国、澳大利亚和新西兰；与香港海洋公园达成战略合作，完成第一批 Animo 产品订单。

从底层技术出发反哺 IP 内容制作。公司推出的人工智能教育服务平台——AI 合家欢平台是未来亲子家庭互动娱乐的中心。未来随着 AI 合家欢平台的推广与规模化使用，通过对海量用户数据及行为反馈的采集分析，能将平台上日益增加的优质教育产品、动画内容更加精准的投放给使用者。随着 AI 合家欢平台产品的不断完善，其将有望成长为公司重要的内容产品宣发出口之一，届时公司将形成以 AI 合家欢平台为核心的涵盖儿童 IP 内容制作、渠道宣发、衍生品授权、线下主题乐园运营的全儿童产业链。

图 41：2015-2020Q1 恒信东方营收情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2015-2020Q1 恒信东方利润情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

金运激光：下游切入上游 IP 衍生品，具备技术、渠道优势

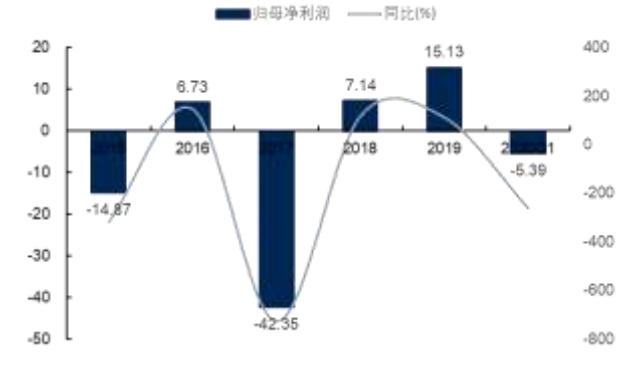
从工业智能向上游 IP 衍生品拓展。公司业务包括两大板块：一是工业智能应用板块，业务具体为高端数字激光装备制造；二是商业智能应用板块，具体为 IP 衍生品运营。公司在形成了为下游销售渠道商提供软硬件产品能力后，开始筹划往 IP 上游渗透。公司通过为新零售销售方式的 P 衍生品渠道商提供：1、智能零售终端、区块链记帐器等硬件设备，2、围绕智能零售终端服务的前端、后端、Saas 软件、管理分析系统等软件产品，打造以设备制造和相关软件开发为基础的 IP 运营板块。

三阶段落实 IP 衍生品行业数字运营战略。第一阶段是起步聚焦阶段，建立最强大的 IP 衍生品线上线下融合的 IP 盲盒新零售渠道;第二阶段是上升发展阶段，期间依靠强大的渠道能力和 AI 技术能力，建立以数据为驱动力的 IP 盲盒设计销售创新交易平台；第三阶段是高速发展阶段，将利用前两个阶段形成的大量 IP、设计师、网红和粉丝通过利用区块链加密溯源技术和盲盒中嵌入的 NFC 芯片连接功能，进一步为 B 端提供 IP、网红及用户的赋能，建立为 B 端服务的物联网平台。目前，公司全资子公司金运互动传媒为落实主体，金运互动传媒的战略合作 IP 有：腾讯（QQ Family）、多丽梦（Sonny Angel，Smiski，Fancy Pets）、创科（变色龙，墨儿）、小熊维尼系列、原创 IP—uni 等。

图 43：2015-2020Q1 金运激光营收情况（百万）

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 44：2015-2020Q1 金运激光利润情况（百万）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

对单一 IP 产品的依赖性风险

公司从 Molly 获得很大一部分收入。基于 Molly 形象自主开发的潮流玩具产品的销售额分别占 2017 年、2018 年及 2019 年总收入的 26.3%、42.6%及 27.4%。因此，Molly 对公司的销售表现至关重要。公司无法确保 Molly 的受欢迎程度及市场接受程度可以保持在其现有水平，若 Molly 受损害或未能保持其目前对消费者的吸引力，则无法保证我们可以开发或物色可资比较的 IP 作为替代品，或新 IP 玩具的销量足以弥补 Molly 潮流玩具产品销量的减少。因此，Molly 潮流玩具产品销量的任何减少均可能对公司的收入及经营业绩产生不利影响。

知识产权保护风险

公司可能无法申请或无法获得对业务中使用或对业务有益的知识产权的若干方面的保护。此外，公司无法保证对商标、版权等知识产权的申请将被授予，或倘授予，将提供稳健及有效的保护。此外，第三方过去及可能在将来对我们当前的任何商标及版权以及其他知识产权，或公司将来可能寻求获得的任何商标或版权或其他知识产权提起侵权、失效或类似申索。任何该等申索，无论是否成功，都可能产生极高成本，进行辩护、转移管理层的注意力及资源、损害声誉及品牌，并严重损害公司的业务及经营业绩。

线下零售店持续增长的风险

公司的增长在很大程度上取决于公司线下实体店维持及提升其业绩的能力，截至 2017 年、2018 年及 2019 年 12 月 31 日零售店数量分别为 32 家、 63 家及 114 家。截至 2017 年、2018 年及 2019 年 12 月 31 日机器人商店 数目分别为 43 家、260 家及 825 家。于 2017 年、2018 年及 2019 年，我们零售店贡献的收益占总收入的约 63.9%、48.3%及 43.9%。机器人商店贡献的占总收入的约 3.5%、16.8% 及 14.8%。公司无法保证能够物色到合适的位置或按可接受的条款租赁物业或在租约到期时，能够以可接受的条款续订租约，亦可能就目标市场的新店铺位置面临竞争，并因而产生较高的租赁成本。此外，如遇线下不可抗力如疫情因素或竞争者风险，不能保证线下渠道的持续增长。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002292	奥飞娱乐	增持	10.64	0.09	0.11	0.16	118.22	96.73	66.50	3.5
300459	金科文化	买入	3.66	-0.78	0.26	0.30	-4.69	14.08	12.20	3.5
300081	恒信东方	增持	10.08	0.11	0.08	0.13	91.64	130.91	77.01	2.0
300220	金运激光	暂未评级	38.65	0.12	1.27	2.59	322.08	30.43	14.92	21.4

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。